

全流通条件下的大股东行为 与金融风险防范

陈 耿 著



科学出版社

013026548

F276.6
646

全流通条件下的大股东行为 与金融风险防范

陈 耿 著

重庆大学首批中央高校基本科研业务费资助项目 (项目号 CDJSK100066)



F276.6
646

科学出版社

北 京



北航

C1633812

内 容 简 介

本书的研究在隧道理论的框架内展开,主要研究中国资本市场股改后大股东的行为特征、隧道行为的主要表现形式及证据、由此产生的财富效应及深层次的经济影响,着力发现大股东隧道行为与金融风险之间的内在关联。本书以一种全新的视角,将大股东隧道行为解释为推动金融风险形成和放大金融风险的一种微观基础,深化了人们对大股东行为和由此造成的经济影响的理解,丰富和拓展了隧道理论和公司治理理论的内容及其应用范围,并为防范金融风险提供了一种新的思路和应对之策。

本书适合从事经济管理研究的科研工作者、研究生和从事资本市场与上市公司研究及相关实务工作的机构或个人参阅。

图书在版编目(CIP)数据

全流通条件下的大股东行为与金融风险防范/陈耿著. —北京:科学出版社, 2013. 3

ISBN 978-7-03-036933-8

I. ①全… II. ①陈… III. ①股份有限公司-股东-研究②股份有限公司-金融风险防范-研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 042423 号

责任编辑:徐倩 魏如萍/责任校对:陈玉凤

责任印制:徐晓晨/封面设计:蓝正设计

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

源海印刷有限责任公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2013年3月第一版 开本:720×1000 B5

2013年3月第一次印刷 印张:9 1/2

字数:186 000

定价:38.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

目 录

1	导论	1
2	隧道理论视角下公司的代理冲突	6
2.1	隧道理论产生的现实背景	6
2.2	隧道理论的主要内容：公司内部冲突的焦点与隧道行为的表现形式	7
2.3	隧道行为与法律保护	8
2.4	大股东隧道行为的经济影响	9
3	我国上市公司大股东隧道行为的经济环境和制度背景	12
3.1	现阶段经济发展的总体背景	12
3.2	我国上市公司的股权结构状况	13
3.3	相关法律法规不完善	15
3.4	公司内部缺乏足够的权力制衡	16
3.5	外部监督不足	18
4	隧道行为分类解析与表现形式	20
4.1	隧道行为产生机理：结合我国资本市场实际的分类解析	20
4.2	隧道行为的常见表现形式及分类	23
4.3	隧道行为与关联交易的关系分析	24
5	全流通与大股东隧道行为	26
5.1	全流通对大股东隧道行为的影响	26
5.2	全流通条件下新出现的几种典型隧道行为剖析	35
6	全流通条件下隧道行为的表现与影响：经验证据	40
6.1	股份减持中的价格操纵现象研究	40
6.2	大股东对定向增发价格的影响	53
6.3	大股东在资产注入中的资产质量问题	65
7	隧道行为的宏观效应分析：对金融市场的影响	71
7.1	隧道行为与金融风险的潜在关联分析	71
7.2	隧道行为与股市泡沫：股份减持中的价格操纵问题分析	74
7.3	隧道行为与投资者信心：调研报告提供的微观基础	76
7.4	隧道行为、投资者信心与资本市场稳定：国际比较	85
8	国际比较研究——东亚国家（地区）的教训和经验	99
8.1	东亚国家（地区）在亚洲金融危机前（1997 年）的经济与制度背景	99

8.2	东亚金融危机对各国（地区）的影响以及公司治理在危机中的作用 ...	108
8.3	金融危机后东亚各国（地区）公司治理的变革	114
8.4	新一轮全球金融危机对东亚国家（地区）的影响以及公司治理因素 所发挥的作用	119
8.5	中国与东亚各国（地区）的比较及启示	127
9	隧道行为的治理问题探讨	131
9.1	股权结构改造可能遇到的主要问题	131
9.2	隧道行为约束与制度建设的关系：国外研究的启示	132
9.3	制度建设与大股东隧道行为防范：具体对策分析	133
	参考文献	141
	后记	147

1 导 论

中国的经济体制改革已经走过了 30 余年。在此期间,国民经济的各个方面都发生了深刻的变革,其中最显著的莫过于社会经济生活商品化与市场化进程的推进。在这个过程中,先是逐步建立了消费品市场,然后是生产资料市场,以后陆续出现了资本市场、劳动力市场、技术市场、土地市场、产权市场等。其中最引人注目的恐怕就是资本市场的兴起和发展了。资本市场肇端于 20 世纪 80 年代初期国债市场的出现,以后逐步扩展到企业债券市场、股票市场以及金融衍生品市场,并且逐渐发展壮大。但是,在 1992 年以前,包括发展资本市场在内的中国经济体制改革,尽管取得了很大的成绩,但主要还是处于尝试和探索阶段,多少有些“摸着石头过河”的味道。这种状况在 1992 年党的十四大召开后发生了彻底的变化。党的十四大明确提出发展社会主义市场经济、建立社会主义市场经济体制,为中国的经济改革指明了方向。以此为契机,中国经济市场化进程明显加快。资本市场、股份制以及上市公司从此亦取得名正言顺的地位。这为作为资本市场主要组成部分的上市公司提供了大好的发展机会。

我国上市公司的出现和发展是与资本市场的发展分不开的。企业股票发行和交易活动早在 20 世纪 80 年代中期就开始零星出现,但极不规范。20 世纪 90 年代初期,沪、深两地证券交易所的相继成立成为一个转折点,这标志着我国资本市场的发展进入法制化与规范化的轨道,也预示着上市公司作为一个重要的企业群体,将在我国的社会经济生活中获得快速发展,并在国民经济活动中扮演着越来越重要的角色。

经过 20 余年的建设,我国资本市场已发生巨大变化,上市公司数量迅速增加、规模不断扩大,已经形成一个颇具规模的股票市场。截至 2011 年 6 月底,我国境内上市公司数(A、B 股)已达到 2229 家,其中,境内上市外资股公司(B 股)为 108 家。股票发行总股本为 34 860 亿股,其中,流通股本 27 493 亿股,占 78.87%,市价总值达到 26.4 万亿元。股票有效账户为 1.35 亿户。境内股市累计筹集资金达到 3 万亿元。由此可见,我国股票市场已经成为企业筹集资金的一条重要渠道,成为推进投融资体制改革,乃至建立健全社会主义市场经济体制的一个重要环节。我国股票市场不仅在规模上实现快速发展,结构上也在不断调整优化。上市公司的行业分布逐渐拓展,目前已经基本覆盖国民经济的各个行业;逐步消除了对上市公司的所有制歧视,民营上市公司数量迅速增加;上市公司的实力不断增强,特别是近几年,一大批在国民经济生活中具有重要地位的

大型和超大型企业（其中包括金融企业），如中国石油、中国工商银行、中国银行、中国建设银行、中国神华、中国铝业、中国联通、中国石化等，相继发行 A 股并在国内股票市场上市，极大地改变了中国股票市场上公司的微观结构，夯实了资本市场的物质基础。上市公司和股票市场在整个国民经济生活中的地位迅速提高。但是，不可否认的是，在我国股票市场快速发展的同时，许多深层次问题并没有得到及时解决，上市公司各方面的行为也很不规范，尤其是在公司治理方面，问题尤为突出。

传统公司治理理论主要关注管理层与外部股东之间的冲突。然而，自 20 世纪 90 年代中期开始，人们对公司治理的关注焦点，逐渐转移到大股东与中小股东之间的矛盾上来。隧道（tunneling）^① 理论应运而生。与传统公司治理理论不同，隧道理论重点研究在股权集中条件下，公司控股大股东利用控制权侵占公司及其他中小股东利益的行为，进而特别强调对中小投资者利益的保护。隧道理论为人们提供了一个关注公司治理问题的新视角，对公司治理理论的发展、公司治理效率的提高以及资本市场的健康发展具有重要意义。

在目前的制度安排下，我国的企业普遍存在具有控股权的大股东，股权集中现象较为明显。有证据表明，我国企业大股东的隧道行为较为普遍和严重，使公司治理效率难以得到提高，企业和中小股东的利益遭到严重侵蚀；股改后，大股东持有股份获得了流通权，其效用函数及行为发生了变化，隧道行为亦相应有了新的表现形式，将对市场各方面产生更为深刻的影响。在微观层面，隧道行为对企业决策及经营、股东间财富分配等影响显著；在宏观层面，企业整体性地出现隧道行为可能引起国民经济运行风险的迅速累积，在一定条件下，极易诱发金融风险乃至全面性的经济危机，其潜在的负面影响不容忽视。亚洲金融危机的发展和演进对此给出了深刻的诠释。对亚洲金融危机的研究发现，尽管宏观上的经济问题、经济政策以及外部的投机因素是金融危机的直接诱因，但危机的发展程度却与一国（地区）市场的公司治理要素密切相关。在那些公司治理较为完善，尤其是对中小投资者保护较好的市场，金融市场的波动较小，货币相对较为坚挺，整体经济所受到的冲击相对较小；反之，在那些公司治理效率较低的市场，在亚洲金融危机期间所遭到的冲击几乎是毁灭性的。由此反映出公司治理在防范金融风险和维护国民经济平稳运行上的重要影响。

在实践中，大股东的隧道行为可以通过多种形式表现出来，有的较为直接，有的则较为隐蔽，尤其是股改之后出现了新的形式的隧道行为，将对市场的各个方面产生重大影响。在中国市场经济体制改革不断推进、开放不断扩大、资本市场大

^① tunneling 在国内除被译作“隧道”之外，还被译作“隧道挖掘”、“利益输送”或“掏空”等，但含义基本相同。

力发展,同时上市公司与资本市场又存在许多深层次问题,股权分置改革已基本结束背景下,对上市公司大股东各种形式的隧道行为进行深入分析,研究其形成的制度背景、一般规律、主要表现形式、特点以及防范措施,对有效地防范大股东的隧道行为,完善公司治理结构,保护广大投资者的合法权益,防范和化解金融风险,保障资本市场的健康发展和国民经济的平稳运行,具有重要的现实意义。

同时,随着社会主义市场经济体制的不断深化和对外开放力度的加大,我国资本市场向越来越开放化的方向发展是一个不可扭转的趋势。这不仅意味着我国金融资产定价的日益国际化,而且必须更多地接受国际金融市场风险的冲击,即开放条件下的金融市场将面临更多的不确定性。在这种情况下,夯实市场的微观基础,改善市场内部结构和运行机制,对防范金融风险的发生和扩大具有重要作用。其中,进一步优化和完善公司治理结构,理应成为资本市场发展过程中的重中之重。结合我国资本市场的实际,认真研究和有效解决大股东侵占公司及中小股东利益的问题,是保障投资者信心、保证我国资本市场持续稳定发展的迫切需要。

基于上述分析,本书的研究将在隧道理论的框架内展开,主要研究中国资本市场股改后大股东的行为特征、隧道行为的主要变现形式及证据、由此产生的财富效应及深层次的经济影响,着力发现大股东隧道行为与金融风险之间的内在关联。

本书的研究框架如下:

简要说明所要研究的问题及其背景→隧道理论内容简介→结合我国实际,进行问题的制度及市场背景分析→综合运用委托代理理论、信息不对称理论等,对我国资本市场上出现的隧道行为进行理论挖掘和分类解析,并在此基础上归纳总结隧道行为的主要表现形式→在股权全流通条件下,构建大股东的效用函数,并以此为依据对全流通条件下大股东的行为倾向进行讨论,解释和预测股改后大股东隧道行为新的表现形式→对股改之后常见的几种隧道行为进行经验分析,研究它们的起因、表现和影响→研究隧道行为对金融市场的影响,包括隧道行为与股市泡沫的关系、隧道行为影响投资者信心的微观机制和基于国际比较基础上的隧道行为与金融市场稳定的关系研究→结合现实,研究在1997年东亚金融危机和2007年全球金融危机中,东亚国家(地区)的制度、市场背景、金融市场的表现和背后公司治理因素所起的作用→在分析隧道行为与法律对投资者保护之关系的基础上,研究隧道行为的治理措施。

更直观的表述见图1.1。

本书共由9章组成。各章的主要内容安排如下:

第1章,提出所要研究的问题及其背景,介绍研究思路和主要内容安排。

第2章,介绍隧道理论的主要内容。

第3章,结合我国经济发展和资本市场的实际,进行制度背景分析。

第4章,对隧道行为的产生机理进行分类解析,并对股改前我国上市公司大

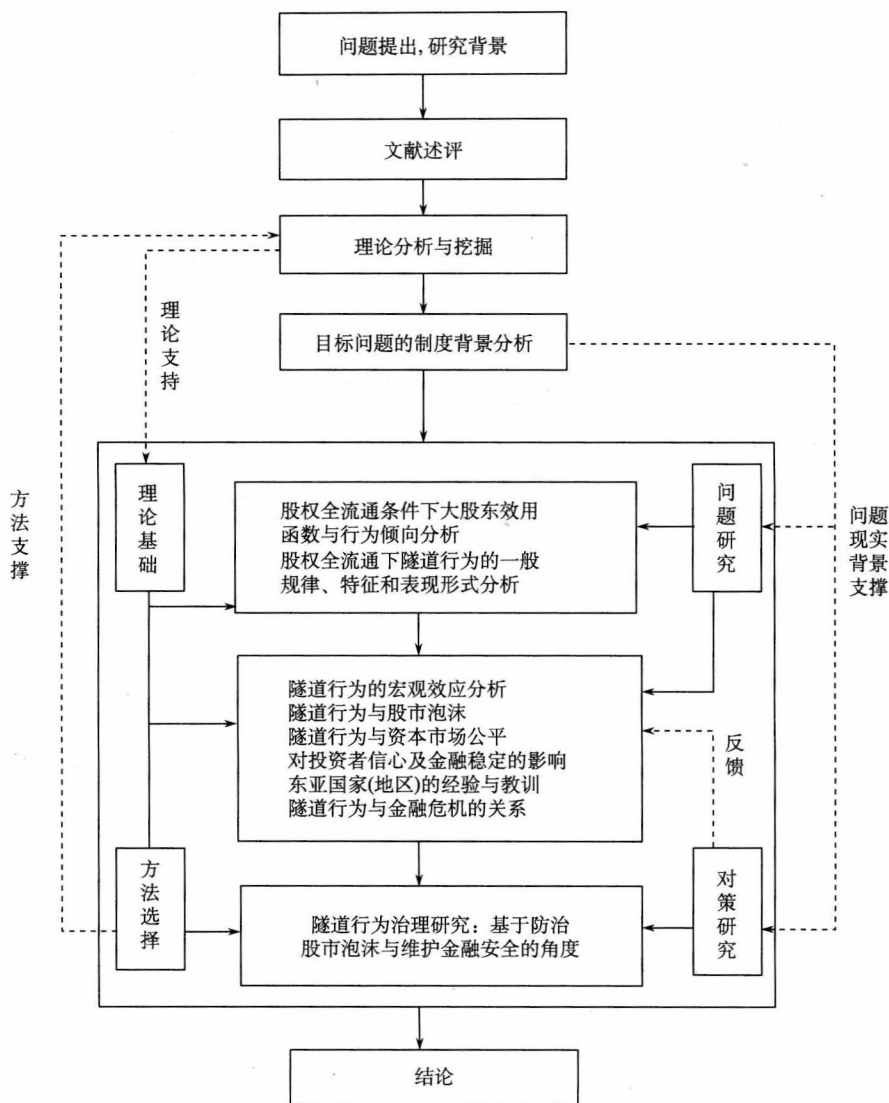


图 1.1 研究思路示意图

股东常见的隧道行为形式进行简要总结。

第 5 章, 研究全流通对大股东行为的影响, 并对股改后一些典型的隧道行为形式进行分析。

第 6 章, 对全流通条件下几种典型的隧道行为的动因、表现和影响进行实证分析, 主要包括对股份减持、定向增发价格及定向增发中大股东资产注入的研究。

第7章,研究隧道行为在宏观层面对金融市场的影响,包括股份减持与价格操纵(泡沫效应)、隧道行为对投资者信心和行为影响的调研报告(微观机制),以及基于隧道理论的投资者保护与市场稳定性的国际比较研究。

第8章,以东亚国家(地区)为例,详细研究其在1997年亚洲金融危机与2007年全球金融危机中金融市场的表现、以隧道行为为核心的公司治理的作用、公司治理的变革及其对东亚国家(地区)金融市场的影响,最后分析了东亚国家(地区)的经验与教训对我国的启示。

第9章,研究隧道行为的防范和治理措施。

通过上述研究,本书得出若干具有一定创新性的看法或观点,集中表现在以下几个方面:

(1) 传统上,金融风险属于宏观层面的问题,而隧道行为则是微观层面的问题,二者之间并无直接联系。本书结合国外的最新研究进展,以一种新的视角,将隧道行为解释为推动金融风险形成的一种微观基础。我们认为,隧道行为影响资本市场的公平性和资源配置效率,从而削弱投资者信心,给金融市场带来不稳定因素。本研究丰富了隧道理论和公司治理理论的内容,并为防范金融风险提供了一种新的思路和应对之策。

(2) 对股权分置改革以后我国资本市场的新动向进行紧密跟踪,剖析了全流通对大股东效用函数的影响,以及由此引起的大股东行为的相应转变;对全流通条件下上市公司大股东隧道行为新的表现形式进行了研究,揭示了隐藏其后的大股东私人动机和由此造成的财富转移效应。

(3) 结合我国实际,全面分析隧道行为在宏观层面的经济影响,深入阐释隧道行为对股市泡沫的诱发机制,泡沫的产生又如何进一步威胁金融体系的安全;同时,还从隧道行为影响资本市场公平和资源配置效率的角度,以投资者信心为纽带,挖掘了隧道行为与金融风险的潜在关联,并通过国际比较分析,发现了基于大股东行为约束的公司治理与资本市场稳定性的经验证据。

(4) 迄今为止,很少有人从中小投资者认知的角度,来研究投资者对大股东隧道行为的认识、理解和反应,以及由此给资本市场运行带来的间接影响。本书的调研工作完成了这个任务,为研究隧道行为、公司治理与金融市场稳定性的关系提供了坚实的微观基础。

2 隧道理论视角下公司的代理冲突

隧道理论是最近 20 年来新兴的一种公司治理理论。Jensen 和 Meckling (1976) 从研究不同利益主体在契约关系中产生的利益冲突入手建立代理理论, 使公司金融的研究领域突破了以往简单的公司价值最大化框架, 而深入到企业内部细分的相关利益群体上来。但最初的代理理论主要关注管理层和外部股东之间的冲突。从 20 世纪 80 年代中后期开始, 关于不同股东间的利益冲突以及该冲突对公司影响的研究逐渐增多。20 世纪 90 年代, 公司治理的研究重心相应地转移到控股股东与小股东之间的冲突上来。隧道理论因而产生。与传统的公司治理理论不同, 隧道理论重点研究公司控股大股东利用控制权侵占公司及其他中小股东利益的行为, 进而特别强调对普通投资者利益的保护。隧道理论为人们提供了一个关注公司治理问题的新视角, 对于公司治理效率的提高以及资本市场的健康发展具有重要意义。因此, 需要首先对隧道理论相关内容和研究进展进行一个细致的梳理。

2.1 隧道理论产生的现实背景

1932 年 Berle 和 Means 的《现代企业与私有产权》一书出版以后, 人们曾长期将该书描述的高度分散的所有权模式看做现代公司的基本特征。1976 年, Jensen 和 Meckling 发表《企业理论: 管理者行为、代理成本和所有结构》一文, 对管理层与股东之间的代理问题进行了系统研究, 极大地推进了公司治理理论的发展, 产生了极为深刻与广泛的影响。与之相应的是, 公司治理研究的重点也就主要集中在企业管理者与外部股东的利益冲突上。然而, 将研究焦点放在管理层与股东的冲突上, 实际上主要针对的是美、英公司, 这些公司的股权高度分散, 高度分散的股东没有积极性监督管理者, 管理者几乎控制了公司所有的经营决策权。然而研究发现, 除了美国、英国等少数几个国家之外, 世界上大部分国家的企业股权不是分散而是相当集中的, 一般都存在具有控股能力的大股东。La Porta 等 (1999a) 对 27 个富裕国家各自最大的 20 家公开上市公司的控制权结构进行了调查, 发现样本公司中约有 64% 的大企业存在控股股东; Faccio 等 (2001) 发现, 在 13 个西欧国家中, 除英国与爱尔兰外, 其他国家的企业普遍存在股权高度集中的情况, 在这些国家的 5232 家上市公司中, 仅由家族大股东控制的就占 44.29%; Anderson 和 Reeb (2003) 则发

现,即使是在股权较为分散的美国,家族和个人的控股现象也非常普遍,例如, S&P500 中就有约 1/3 的公司属于家族控制型。新兴市场的企业同样存在类似情况。Claessens 等(2000)发现,除日本以外的东亚国家,40%以上的上市公司是由家族大股东控制;Lins(2003)发现,在 22 个新兴市场上,58%的公司至少有一个控股股东。

在存在控股大股东的情况下,公司治理特征不同于股权高度分散的公司。此时,以管理层与外部股东关系为核心的传统公司治理理论显然不能充分解释现实问题,甚至产生误导。

2.2 隧道理论的主要内容:公司内部冲突的 焦点与隧道行为的表现形式

早在 1988 年, Grossman 和 Hart (1988) 在分析企业内部代理问题时就着重指出,公司中如果存在持股比例比较高的大股东,就会产生控制权收益,这种收益只能被大股东享有,而不能被其他股东分享。隧道理论承接了这个思路。Pagano 和 Roell (1998)、Johnson 等 (2000a) 指出,大股东经常将公司资源从小股东手中转移到自己单独控制的企业中去。Shleifer 和 Vishny (1997) 认为,股权如果集中在少数控股股东手中,会导致控股股东掠夺小股东问题的产生,因为控股股东一旦控制了公司,他们就会利用公司的资源谋取私利,从而损害其他股东的利益。Wolfenzon (1999) 通过建立模型得出,当某一公司附属于一个公司集团,并且全部被同一个股东控股的话,控股股东掠夺其他股东利益的概率非常高。控股股东可以通过集团内部、各公司之间的商品、劳务交易以及资产和控制权的转移,来掠夺公司财富。总之,隧道理论对公司治理的主要看法是:大股东为了保障自身的利益,有强烈的动机对管理层进行监督,而相对集中的控制权也保证了大股东有能力对公司管理层的决策行为施加足够的影响。然而,大股东的监督虽然能够缓和与管理层与股东之间的矛盾,但大股东的存在又导致了另一个新问题的产生:大股东与其他股东的利益并不完全一致,它可以凭借对公司的控制权为自己谋取私人利益,而这种利益的实现往往又是以损害其他股东(特别是中小股东)的利益为前提的。这说明,当公司存在大股东时,公司的主要代理问题不再是管理人员与外部股东之间的冲突,而是控股股东利用对企业的控制权掠夺中小股东的利益 (La Porta et al., 1999a)。

因此,在股权集中的条件下,公司治理的重点应是如何防止大股东利用控制权侵占其他股东的利益 (Shleifer and Vishny, 1997; Claessens et al., 2002)。Johnson、La Porta、Lopez-De-Silanes and Shleifer (简称 JLLS) 于 2000 年发表 *Tun-*

neling 一文,开始使用“Tunneling”一词来专门描述大股东利用控制权侵占公司及其他股东利益的行为。JLLS 认为,大股东的隧道行为通常有两种表现形式:第一种形式是大股东通过自我交易从企业转移资源,包括以对控股股东有利的形式转移定价、债务担保、侵占公司投资机会,甚至直接的偷窃和舞弊等;第二种形式则是控股股东可以在不必从企业转移任何资产的情况下,增加自己在企业的份额,如通过股票发行稀释其他股东权益、冻结少数股权,渐进的收购行为等。Gilson 和 Gordon (2003) 也总结了大股东最大化其自身价值的三种方法:获取与其所持股份不匹配的公司收益、低价强迫收购少数股东股票和以高价出售所持股份。

2.3 隧道行为与法律保护

大股东通过实施隧道行为而对其他股东利益的侵占程度,要受到一国法律的制约。在法律对股东保护较好的国家,控股股东的掠夺行为会受到抑制;反之,隧道行为则较为猖獗。La Porta 等 (2002) 从法律对投资者保护的制度环境角度对股权结构、资本市场发展、股利政策与公司价值进行了综合研究,发现大股东对小股东利益的侵占程度显著地受到法律环境对投资者保护好坏的影响。

Leuz 等 (2003) 分析了 31 个国家的公司在盈余管理方面的差异,结果发现在股票市场发达、对股东保护较好和法律较健全的国家中,公司的盈余管理行为较少;反之,盈余管理行为则较为严重。他们认为,对小股东保护不到位和存在控制权收益是盈余管理行为的根源。

La Porta 等 (2000) 率先在隧道理论的框架内从公司股利政策角度对这个问题进行了研究,他们对由 33 个国家的 4000 家公司组成的样本进行分析后发现,在对股东保护较好的普通法系国家,公司的股利支付率要高于大陆法系国家。而且,在普通法系国家,快速成长的公司股利支付率低于缓慢成长的公司。这意味着如果公司有好的投资项目,受到法律保护较好的股东就愿意推迟获得股利。相反,如果缺乏法律保护,股东就可能不考虑投资机会,而是要求及早获得股利。类似地, Faccio 等 (2001) 也从股利角度考察了大股东与小股东之间的代理问题,其研究表明,在法律较为健全的西欧国家,关联企业集团的股利支付率明显高于对股东法律保护较弱的东亚;同时,由于法律对股东的保护程度不一致,大公司如果存在多个大股东,他们之间的关系在西欧国家更多地表现为制衡,而在东亚,则表现为合谋与串通。很明显,这表明东亚的公司治理问题可能更加严重。

Dyck 和 Zingales (2004) 则从公司大宗股权交易溢价的角度对法律保护程度不同国家的大股东隧道行为进行了比较分析。通过观测公司大宗股权的

交易溢价,以此来间接估计公司的控制权收益。控制权收益越大,表明大股东利用控制权获取私人利益的空间也越大,隧道行为也越严重。Dyck 对 39 个国家的 393 宗控制权转让交易进行了研究,发现各国的控制权收益大相径庭,小股东受法律保护越好、司法体系越有效的国家,控制权收益水平就越低。Atanasov (2002) 则对保加利亚上市公司大宗股权交易中的控制权收益进行了估计,研究发现,大宗股权转让价格竟然达到了公开交易价格的 10 倍。Atanasov 认为,这是由于保加利亚在大规模的私有化过程中,严重缺乏对小股东利益的保护机制,控股股东可以肆无忌惮地侵占小股东利益,因而形成控制权的高溢价。

2.4 大股东隧道行为的经济影响

隧道行为产生的影响是广泛而深远的,在微观层面上对企业股权(控制权)结构、公司运营及股东间的利益分配,在宏观层面上对一国金融市场的发展和风险积聚、国民经济的运行安全及长期发展潜力都有重要影响。

(1) 微观层面上的影响。La Porta 等 (1999b) 从公司治理的角度分析了隧道行为的影响,指出分散的控制权将限制企业家的行动(隧道行为),因此企业家倾向于保留对企业的控制。Bebchuk 等 (1997) 也指出,企业家如果将控制权出让给外部分散的投资者,则难以实施隧道行为,并丧失控制权带来的私人收益。因此,在法律保护较弱,从而隧道行为有较大空间的国家,企业会普遍采用股权集中的公司治理模式。Faccio 等 (2001) 在考察股利政策后发现,控股股东不是将公司利润以股利的形式支付给小股东,而是大量投资于负收益项目从而获取高额的控制权收益,对公司本身的发展和其他股东的利益造成严重损害。Fan 和 Wong (2001) 通过对东亚 7 个新兴市场的研究发现,控股股东通过金字塔结构和交叉持股方式来强化对上市公司的控制,导致公司控制权高度集中在他们手中。大股东能够决定如何调整会计政策,并在此基础上向外部小股东报告会计信息。研究发现,控股股东为了满足自己的私利而经常操纵上市公司向外部报告虚假的会计信息。Bertrand 等 (2002) 在研究印度的公司时发现,第一大股东利用控制权大肆转移公司资源,严重激化了公司控股股东与小股东之间的利益冲突。同样地,发达国家公司也存在相似情况。La Porta 等 (1999b) 分析了 27 个高收入国家 600 多家大型上市公司的所有权结构,发现除英国、美国等少数几个国家之外,大部分国家公司的股权都集中在控股股东手中,并且,大多数公司的高级管理者并不是职业经理,而是由控股股东派出的家族成员或代表。这样,控股股东可以操纵管理层来实现对小股东的掠夺。Johnson 等 (2000)

研究了欧洲国家部分公司关联交易的案例,发现大股东也会为了私人利益而将资产或利润从上市公司转移到自己所控制的其他公司中。Volpin (2002) 专门针对意大利上市公司的研究也得出了类似结论,等等。

(2) 宏观层面上的影响。Bertrand 等 (2002) 则考察了隧道行为对金融市场的影响,他们认为,隧道行为会歪曲企业的会计收益,从而降低了金融市场的透明度。Morck 等 (2000) 和 Wurgler (2000) 对股票价格信息含量与国民经济发展的关系研究也发现,隧道行为降低了股票价格的信息含量,资本市场的资源配置功能可能因此减弱。La Porta, Lopez-De-Silanes、Shleifer 和 Vishny 通过对 49 个国家的实证研究发现,当投资者得到较好的法律保护,从而可以减弱或避免大股东的掠夺时,投资者会更多地购买企业发行的证券,从而促进一国投资的扩大。Claessens 等 (2002) 对东亚国家进行的实证研究也证明了这一点。Johnson 等 (2000b) 则将隧道行为与金融危机、国民经济运行安全联系起来,指出控股股东猖狂的隧道行为是导致 1997~1999 年亚洲金融危机的根本原因。King 和 Levine (1993)、Rajan 和 Zingales (1998a) 研究了投资者法律保护与金融市场运行以及国民经济发展的关系,指出较好的投资者保护(意味着程度较弱的隧道行为)有利于金融市场的发达和创业资本的丰富,非常有利于国家未来发展潜力的增强。

近几年,国内对隧道行为的经验研究逐渐增多,从多个角度展开了对隧道行为的研究。陈晓和王琨 (2005)、李增泉等 (2005a) 以上市公司关联交易数据为基础,从关联交易及关联方并购的角度找到了控股股东掏空上市公司的证据;高雷等 (2006)、李增泉等 (2004) 从资金侵占角度研究了大股东的掏空行为;贺建刚和刘峰 (2005) 的研究发现,大股东与上市公司的资产交易在一定程度上是为了掏空上市公司;高雷和宋顺林 (2007) 研究了大股东通过关联担保对上市公司实施的利益侵占,发现上市公司为大股东提供的关联担保会产生明显的负的财富效应,损害了投资者的利益;吕长江和周县华 (2005)、唐清泉和罗党论 (2006) 研究了控股股东如何利用股利政策实现利益输送;林朝南等 (2006) 在行业分类的基础上,考察了控股股东控制权收益的特征;等等。除了从不同角度找到了隧道行为存在的证据,一些研究还进一步分析了隧道行为的影响因素,特别是隧道行为与股权结构及制度安排之间的关系。例如,贺建刚和刘峰 (2005) 考察了资产收购关联交易中的大股东隧道行为,并进一步深入挖掘了大股东隧道行为与股权结构的关系;唐清泉等 (2005) 发现股东间的制衡对隧道行为存在抑制作用;李增泉等 (2004) 发现控股股东占用的资金与第一大股东持股比例之间存在先升后降的非线性关系,而且控股股东的产权性质对资金占用行为有重要影响;高雷和宋顺林 (2007) 的研究表明,第一大股东持股比例与关联担保显著负相关,同时投资者利益保护水平(信息披露质量与监督环境)与关联担保也是显

著负相关，但股权制衡没有发挥对关联担保的抑制作用。这些研究取得的成果是丰富的，并为我们继续深入分析隧道行为的影响提供了很好的启示和明确的线索。

与传统的以管理层和外部股东冲突为核心的公司治理理论相比，隧道理论的分析背景更具一般性，更加符合多数国家公司所有权结构的实际。它以一个新的视角诠释了现代企业的内部结构及冲突，深刻地揭示了作为一系列契约关系的企业所具有的内在矛盾，对实践中公司治理结构的完善和效率提高具有重要意义。

3 我国上市公司大股东隧道行为的经济环境和制度背景

大股东隧道行为是否具有普遍性、严重程度如何及其具体表现，与所在市场的制度背景及市场环境有密切关系。有研究表明，大股东的隧道行为会受到一国（地区）制度及市场环境的制约。

我国上市公司普遍存在大股东隧道行为，有其独特的经济环境和制度背景。下面我们就这个问题展开分析。

3.1 现阶段经济发展的总体背景

从体制上看，我国经济建设的总体目标是建设有中国特色的社会主义市场经济。经过改革开放 30 余年的发展，我国经济建设已取得巨大进步，经济总量不断增加，经济结构不断优化，可持续发展力不断增强。但总的来看，我国仍处在社会主义市场经济的初级阶段，新的体制尚未完全成熟，尚处于“转型”经济状态。这就决定了我国现阶段的制度及市场环境还不够完善和成熟。这在企业制度及资本市场制度建设上表现较为突出。

在企业制度上，我国的目标是建立现代企业制度，这一点是非常明确的。但在具体的实现形式上，仍然处于探索阶段。例如，公有制如何通过一种最有效的方式来实现，如何处理企业经营过程中的政企关系，政府在经济运行中的角色究竟应如何定位等，都还没有明确答案。这种模糊性给企业的公司治理带来消极影响。比如，在上市公司中，有大量企业是由国有企业改制而成的，上市以后国有股或国有法人股多数仍然处于控股状态。因此，各级政府在企业的公司治理中事实上发挥着非常重要的作用。但是，由于政府在经济活动中本身定位的模糊性，公司治理往往缺乏效率。事实上，在很多国有上市公司控股大股东实施隧道行为的过程中，都可以发现政府机构直接或间接的影响。一个非常典型的案例是，上市公司猴王 A 的巨亏和退市，就是大股东实施隧道行为的直接结果，而进一步深究，可以发现当地地方政府负有很大的责任。

在公有制之外，我国的民营经济已经得到了飞速的发展，民营企业的力量逐渐壮大，越来越多的民营企业实现了公开上市，成为我国资本市场的一个重要组成部分。民营上市公司的所有权结构通常较为简单和清晰，相对而言，有更明确的定位，并且更加独立。但由于自身发展的不成熟和制度环境的一些缺陷，民营